

# بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار مضاربه

تاریخ دریافت: ۱۳۸۹/۷/۲۹

تاریخ تأیید: ۱۳۸۹/۱۰/۳۰

غلامرضا مصباحی مقدم\*  
سیدعلی اصغر رحیمی\*\*  
مجتبی کاوند\*\*\*

## چکیده

یکی از ابزارهایی که می‌توان براساس قراردادهای اصیل اسلامی طراحی کرد اوراق مضاربه است. عقد مضاربه به‌عنوان مبنای انتشار اوراق مضاربه و مفاهیم و روابط حقوقی بین ارکان اوراق پیش‌گفته، به آن نظامی حقوقی داده و از آن نظام حقوقی با ویژگی‌های خاص خود ساخته است. روابط موجود در فرآیند انتشار و اجرای اوراق مضاربه براساس این ماهیت و قواعد عام حقوقی تنظیم می‌شود. به همین لحاظ نیاز به بررسی حقوقی این اوراق امری ضروری است.

پژوهش پیش‌رو براساس روش توصیفی-تحلیلی و مبتنی بر این پرسش اصلی است که به لحاظ حقوقی تحلیل ماهیت سازوکارها و روابط موجود در مدل‌های عملیاتی انتشار اوراق مضاربه چگونه است؟ نتیجه‌های پژوهش نشان می‌دهد که فرایند انتشار اوراق پیش‌گفته از بُعد فقهی و حقوقی نقص نداشته و سازوکار اجرایی آن از جهت روابط حقوقی فی مابین قابل تنظیم است. برای اجرایی کردن اوراق پیش‌گفته می‌توان از ضمانت اجراهای حقوقی و الزام به انجام تعهدهای طرفین به‌وسیله به‌کارگیری قواعد و اصول حقوقی بهره گرفت.

**واژگان کلیدی:** اوراق بهادار اسلامی، عقد مضاربه، اوراق مضاربه، ماهیت حقوقی، روابط حقوقی.

طبقه‌بندی JEL: K22, Z12

۱۴۷

فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی / سال دهم / شماره ۳۸ / تابستان ۱۳۸۹

Email: ghmesbahi@yahoo.com.

\*. دانشیار دانشگاه امام صادق (ع).

\*\* دانشجوی مقطع دکترای حقوق خصوصی دانشگاه امام صادق (ع). Email: yname.rahimi@gmail.com.

\*\*\* دانشجوی مقطع دکترای مدیریت مالی دانشگاه امام صادق (ع). Email: Mojtaba.isu@gmail.com.

## مقدمه

با الغای بهره در اقتصاد اسلامی، ابزارهای مبتنی بر آن مانند اوراق قرضه، کاربردی ندارند؛ بنابراین باید ابزارهای دیگری مطابق با شریعت اسلامی مطرح کرد که مشکل حقوقی اوراق قرضه را نداشته و از کارایی مطلوبی نیز بهره‌مند باشد (نظریور، ۱۳۸۴، ص ۸۲).

در نظام مالی اسلامی، یکی از نوآوری‌های دهه اخیر در عرصه بحث‌های پولی و مالی اسلامی، انتشار انواع اوراق اسلامی یا صکوک است. این اوراق که به‌طور عمده برای تأمین مالی دولت، سازمان‌های وابسته به دولت و بنگاه‌های اقتصادی منتشر می‌شوند، براساس عقود اسلامی طراحی شده و گرچه از جهت شیوه عملیاتی شباهت‌هایی با اوراق بهادار ربوی دارند؛ اما از جهت محتوا و ماهیت حقوقی تفاوت‌های اساسی دارند.

اوراق بهادار ربوی به‌طور معمول براساس قرارداد قرض با بهره طراحی شده‌اند. صاحبان اوراق در مالکیت دارایی‌های حقیقی و فعالیت‌های اقتصادی و بازدهی آنها مشارکتی ندارند و در سررسیدهای مقرر بهره ثابت و احياناً متغیر دریافت می‌کنند؛ اما در صکوک، صاحبان اوراق در مالکیت دارایی‌های حقیقی و در فعالیت‌های اقتصادی مشارکت دارند و بازدهی طرح‌ها و فعالیت‌ها روی درآمد آنها اثر می‌گذارد و سود اوراق متأثر از بخش واقعی اقتصاد است (تسخیری، ۱۳۸۶، ص ۱).

یکی از انواع صکوک که می‌تواند در تأمین مالی بخش بازرگانی استفاده شود، اوراق مضاربه است؛ اما لازمه عملیاتی کردن موفق چنین ابزارهایی بررسی بدهی‌های گوناگون این اوراق از دید طراحی مالی، بُعد مدیریت ریسک، فقهی و حقوقی، حسابداری و مالیاتی است. مقاله پیش‌رو با مروری بر ادبیات اوراق مضاربه، مدل‌های عملیاتی آن را ارائه، سپس ماهیت حقوقی و روابط حقوقی سازوکارهای موجود در این مدل‌ها را بررسی کرده است. در حقیقت مقاله پیش‌رو با استفاده از روش تحقیق توصیفی - تحلیلی ماهیت حقوقی سازوکارهای موجود در مدل‌های عملیاتی اوراق مضاربه را تبیین کرده است.

## پیشینه تحقیق

تاکنون درباره برخی بدهی‌های اوراق مضاربه از جمله بُعد مدیریت ریسک، حسابداری و مالیات و به‌ویژه بُعد حقوقی تحقیقاتی انجام نشده است؛ اما درباره بُعد طراحی مالی و

بررسی فقهی اوراق پیش گفته و انواع دیگر اوراق، پژوهش‌هایی صورت گرفته است که در ذیل به پژوهش‌های مرتبط اشاره خواهد شد:

موسویان، کاوند و ردادی (۱۳۸۹) در مقاله «اوراق مضاربه، ابزاری مناسب برای توسعه بخش صادرات ایران» با نقد و بررسی روش‌های تأمین مالی صادرات، اوراق مضاربه را روشی نوین برای تأمین مالی این بخش دانسته، مدل‌های عملیاتی آن در بخش صادرات را ارایه کرده‌اند. سپس نشان داده‌اند که به لحاظ اقتصادی و فقهی این ابزار برای تأمین مالی بخش صادرات، ابزار مناسبی است.

عمر قوقا و دیگران (۲۰۰۸) در مقاله «صکوک‌ها؛ آغاز نوین مالی اسلامی» با مروری بر نظام مالی اسلامی و ارکان آن مانند ممنوعیت ربا و ...، محصولات مالی اسلامی مانند: محصولات سرمایه‌محور، کارمزد محور و ... را معرفی، سپس گزارشی درباره انتشار انواع صکوک ارایه کرده‌اند. در پایان انواع صکوک از جمله صکوک مضاربه، مدل‌های عملیاتی مربوط به آنها، ریسک‌های مربوط به صکوک‌ها و آمار انتشار انواع صکوک را در منطقه‌های گوناگون جهان ارایه داده‌اند.

مردینین (۲۰۰۹) در مقاله «مروری بر صکوک» پس از ذکر خلاصه‌ای از تاریخچه صکوک، انواع صکوک را طبقه‌بندی و کاربرد دو نوع صکوک شرکتی و دولتی را تبیین کرده است. در ادامه به دورنمای رشد آتی صکوک، مقایسه انواع صکوک، و مسایل مالیاتی و قانونی آن اشاره، و مدل‌های عملیاتی انواع صکوک از جمله صکوک مضاربه بحث شده است.

سیموس و نایت (۲۰۰۷) در مقاله «انتشار صکوک دولتی انگلیس» پس از بحث درباره بازار صکوک دنیا و رشد خط‌مشی اخیر انگلیس در این باره، ساختار انواع صکوک دولتی از جمله صکوک مضاربه را بررسی و مدل‌های عملیاتی آنها را تبیین کرده است.

ویلسون (۲۰۱۰) در کتاب *اوراق بهادار اسلامی، راهنمای انتشار، ساختار بندی و سرمایه‌گذاری* پس از ذکر مفاهیم و ادبیات صکوک، به تشریح انواع صکوک از جمله اوراق مضاربه پرداخته است. در پایان نیز به تجربه‌های انتشار صکوک در کشورهای گوناگون اسلامی از جمله مالزی، بحرین و ... پرداخته است.

رحیمی (۱۳۸۹) در پایان‌نامه *بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار اجاره* به بررسی مفاهیم حقوقی، بیان ماهیت و شرایط حقوقی لازم در انواع قراردادهای منعقد به همراه کشف روابط

حقوقی گوناگون در اوراق اجاره و بیان ویژگی‌ها و قابلیت‌های ذاتی اوراق و استفاده از مفاهیم و قاعده‌های عام حقوقی در رفع مسائل مربوط به اوراق اجاره پرداخته است. بازوکار (۱۳۸۹) در پایان‌نامه *اوراق استصناع در حقوق ایران و فقه امامیه با مطالعه تطبیقی در فقه عامه* ابتدا کلیاتی راجع به صکوک، عقد استصناع و اوراق استصناع مطرح کرده، سپس دو مدل مهم انتشار اوراق استصناع یعنی اوراق استصناع موازی و همچنین اوراق استصناع و اجاره به شرط تملیک را از لحاظ حقوقی و فقهی بررسی کرده است. با توجه تحقیق‌های پیش‌گفته، ملاحظه می‌شود که پژوهش‌های انجام‌شده درباره اوراق مضاربه دو تفاوت اساسی با این پژوهش دارند. نخست آنکه اگرچه در این پژوهش‌ها درباره اوراق مضاربه بحث شده است؛ اما مدل‌هایی که در تحقیق‌های پیش‌گفته ارائه شده، خاص همان کشورها بوده و با توجه به اینکه میان اهل سنت و امامیه، تفاوت‌هایی از جهت کاربرد دامنه عقد مضاربه وجود دارد، مدل‌های پیشنهادی مقاله پیش‌رو متمایز از تحقیق‌های مشابه است و مهم‌تر اینکه در هیچ‌یک از آنها، بُعد حقوقی این ابزار بررسی نشده است. از طرفی برخی دیگر از پژوهش‌های انجام‌شده درباره بررسی حقوقی اوراق، مربوط به دو نوع دیگر صکوک است. بنابراین پژوهش پیش‌گفته با توجه به آنکه درباره بُعد حقوقی اوراق مضاربه تاکنون کاری در ایران و خارج صورت نگرفته است، از تحقیق‌های پیشین متمایز بوده و نوآوری دارد.

## ادبیات موضوع

### تعریف قرارداد مضاربه

تعریف قرارداد مضاربه در قانون مدنی به شکل ذیل آمده است: «مضاربه عقدی است که به سبب آن، احد متعاملین سرمایه می‌دهد با قید اینکه طرف دیگر با آن تجارت کرده و در سود آن شریک باشند. صاحب سرمایه مالک و عامل مضارب نامیده می‌شود» (ماده ۵۴۶ ق.م).

در حقیقت، مضاربه شرکتی است که در آن یکی از شریکان سرمایه می‌دهد و دیگری خدمات و کار خویش را به میان می‌گذارد. این شرکت از شخصیت حقوقی بی‌بهره است و تمام دادوستدها به نام عامل و به‌وسیله وی انجام می‌شود؛ اما نتیجه معامله به صاحب سرمایه

نیز می‌رسد؛ زیرا وی است که زیان‌های ناشی از معامله را متحمل می‌شود و تعهدهای مالی و پیمان‌های عامل را از دارایی خود اجرا می‌کند (کاتوزیان، ۱۳۷۲، ج ۲، ص ۱۰۵).

### ویژگی‌های عقد مضاربه

عقد مضاربه از جمله عقود معین است که ماده‌های ۵۶۰ - ۵۶۶ از قانون مدنی به بیان احکام، ویژگی‌ها، شرایط و آثار آن می‌پردازد. عقد مضاربه که گاه «قراض» نیز نامیده می‌شود، بنابر نظر برخی صاحب‌نظران عمل حقوقی ویژه‌ای است که از ترکیب عقود وکالت، شرکت و امانت پدید آمده است. ویژگی‌های عقد مضاربه عبارت هستند از:

#### ۱. مضاربه عقدی است عهدی

در عقد مضاربه مال به مضارب تملیک نمی‌شود و وی هیچ حق عینی بر سهمی از سرمایه یا اموال مالک پیدا نمی‌کند. در نتیجه این پیمان تعهدهایی برای طرفین پدید می‌آید که با عمل به آن، عامل ممکن است مالک بخشی از سود حاصل از کار خود شود. به همین لحاظ می‌توان گفت سرمایه‌گذار در قرارداد مضاربه با واگذاری سرمایه به عامل همچنان مالک سرمایه خویش باقی می‌ماند؛ بنابراین مضاربه عقد عهدی است نه تملیکی.

#### ۲. مضاربه عقدی معوض است

از یک سو عامل خدمات خود را در اختیار مالک قرار می‌دهد و از سوی دیگر سودی در نتیجه تجارت حاصل شود، سهم مشاعی از آن را مالک می‌شود؛ اما عوضی که عامل در برابر کار خود می‌گیرد جنبه احتمالی دارد، یعنی قطعی نیست و به میزان نفع تجارت موکول است (همان، ج ۲، ص ۱۰۹).

#### ۳. مضاربه پیمانی جایز است

ماده ۵۵۰ قانون مدنی به صراحت می‌گوید که مضاربه عقدی است جائز. این امر یعنی طرفین عقد هر زمان مایل بودند می‌توانند از آن رجوع و عقد را فسخ کنند بدون اینکه دلیلی برای فسخ وجود داشته باشد. در حقیقت، مضاربه از جمله عقود جایز اذنی است. آنچه مبنای این عقد را تشکیل می‌دهد اذن مالک به عامل برای تجارت روی سرمایه وی است و هرگاه این اذن برداشته شود، مضاربه مبنایی نخواهد داشت و فسخ خواهد شد.

## مبانی نظری اوراق مضاربه

### تعریف اوراق مضاربه

اوراق مضاربه، اوراق بهاداری است که براساس عقد مضاربه طراحی می‌شود. ناشر اوراق مضاربه با واگذاری اوراق، وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری کرده، در فعالیت بازرگانی سودآور به کار می‌گیرد و در پایان هر معامله یا دوره مالی، سود را براساس نسبت‌هایی که روی اوراق نوشته شده، میان خود و صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. دارندگان اوراق نقش مالک و ناشر اوراق، نقش عامل قرارداد مضاربه را دارند (ایوب، ۲۰۰۷، ص ۳۵۰).

### قلمرو اوراق مضاربه

اوراق مضاربه از جهت قلمرو تابع قلمرو قرارداد مضاربه است. میان فقیهان شیعه و اهل سنت در تبیین قلمرو عقد مضاربه اختلاف وجود دارد. به باور مشهور فقیهان شیعه، مضاربه خاص تجارت و بازرگانی است و فعالیت‌های اقتصادی دیگر مانند صنعت را شامل نمی‌شود. ماده ۵۴۶ قانون مدنی درباره کار عامل مقرر می‌دارد که عامل با سرمایه‌ای که در اختیار وی گذارده می‌شود، باید تجارت کند. این امر یعنی اگر پیمانی درباره سرمایه‌گذاری در امور صنعت بین دو نفر بسته شود، این پیمان تابع قاعده‌های مضاربه نیست. برای شناسایی اعمال تجاری که عامل می‌تواند با سرمایه به آن اعمال پردازد می‌توان به ماده ۲ قانون تجارت رجوع کرد. بنابراین اگر اوراق مضاربه بخواهد در ایران منتشر شود، باید در قلمرو امور تجارت و بازرگانی باشد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۴۴۴).

### ماهیت اوراق مضاربه

یک شرکت صادراتی که برای فعالیت خود نیازمند سرمایه است، می‌تواند با برآورد سرمایه مورد نیاز و با انتخاب یک شرکت واسط، اوراق مضاربه متحدالشکل و قابل انتقال به غیر منتشر کند. واسط (ناشر)، این اوراق را براساس قرارداد وکالت به اشخاص حقیقی و حقوقی وامی‌گذارد. واسط در جایگاه وکیل شرکت صادراتی، با خریداران اوراق در جایگاه مالک سرمایه، قرارداد مضاربه می‌بندد و وجوه را به وکالت، از آنها گرفته و در اختیار شرکت صادراتی می‌گذارد. شرکت صادراتی با استفاده از این وجوه به امر صادرات مبادرت می‌کند و در پایان قرارداد یا پایان هر سال مالی سود حاصل را بعد از کسر سهم عامل (بانی) به ناشر می‌پردازد، ناشر نیز با کسر حق‌الوکاله

خود باقی مانده سود را بین صاحبان اوراق تقسیم می‌کند. گرچه شرکت صادراتی براساس تجربه و شناختی که از بازار دارد می‌تواند نرخ سود را تخمین بزند؛ اما نرخ سود واقعی در پایان دوره مالی مشخص می‌شود و ممکن است با نرخ سود انتظاری اول دوره متفاوت باشد (همان).

### عنصرهای اصلی در فرایند انتشار اوراق مضاربه

در معامله‌های مرتبط با اوراق مضاربه، افزون بر سازمان بورس که مجوز انتشار اوراق مضاربه را صادر می‌کند و در حین کار نیز بر عملکرد آن نظارت دارد، عنصرهای ذیل به صورت ارکان اصلی حضور دارند (موسویان، کاوند و ردادی، ۱۳۸۹، ص ۱۵۷-۱۵۹):

۱. بانی (شرکت صادراتی)؛

۲. ناشر (واسط)؛

۳. سرمایه‌گذاران (دارندگان اوراق)؛

۴. امین؛

۵. شرکت تأمین سرمایه؛

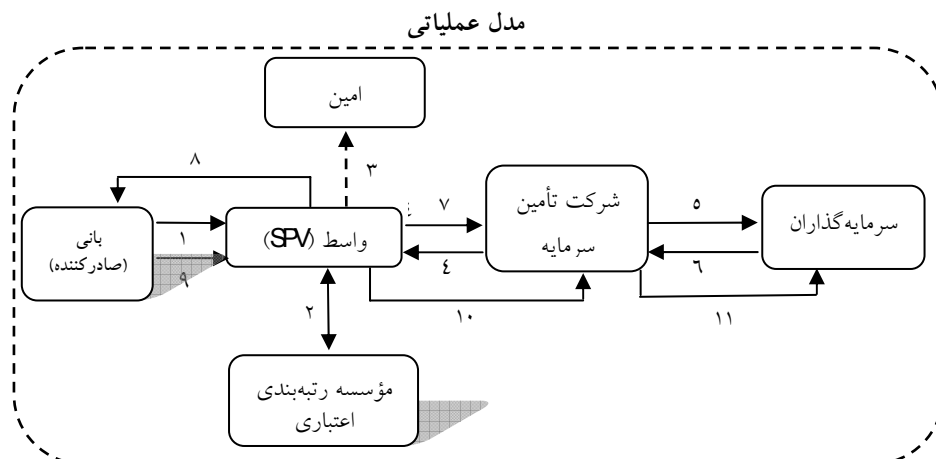
۶. شرکت رتبه‌بندی اعتباری.

۱۵۳

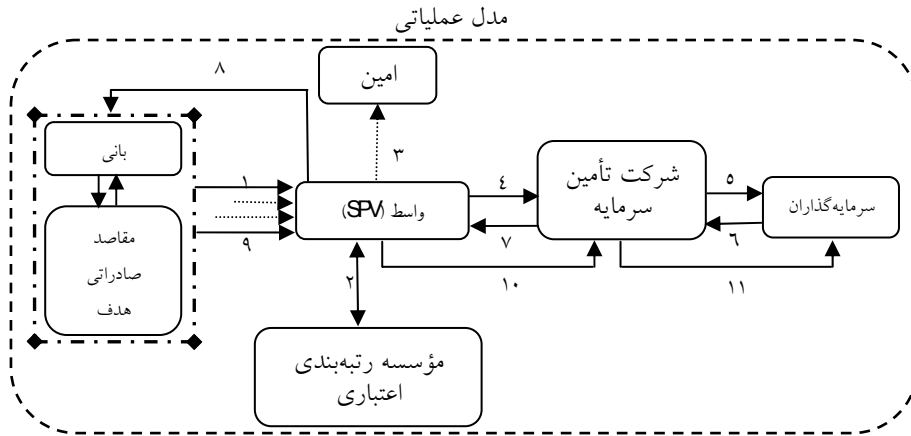
### مدل‌های کاربردی اوراق مضاربه

اوراق مضاربه با توجه به دامنه کاربرد عقد مضاربه که مختص بخش بازرگانی است، در بخش صادرات در قالب سه مدل ذیل قابل اجرا است (همان، ص ۱۵۹-۱۶۲):

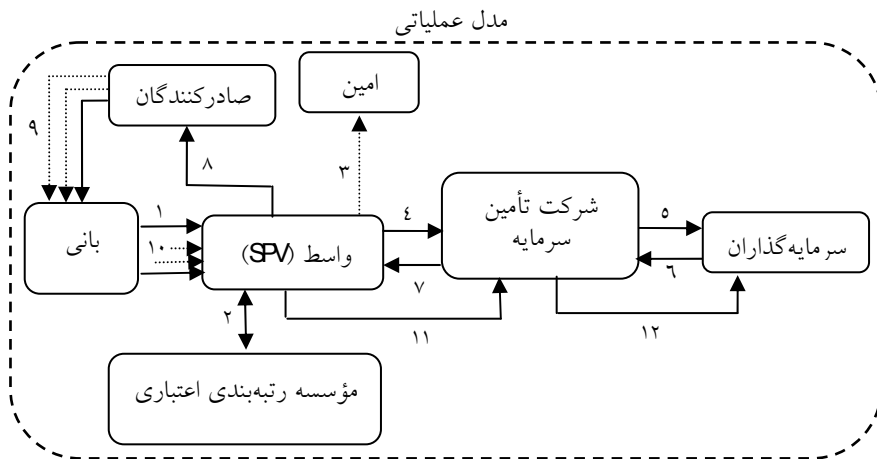
#### ۱. اوراق مضاربه خاص



## ۲. اوراق مضاربه عام با سررسید



## ۳. اوراق مضاربه عام بدون سررسید



## تحلیل حقوقی اوراق مضاربه

### مفهوم اوراق مضاربه به لحاظ حقوقی

اوراق مضاربه، یک رابطه حقوقی بسیط نیست، بلکه پیمان حقوقی ویژه‌ای است که از ترکیب چند عقد پدید آمده است. از سویی رابطه بین بانی و واسط، رابطه وکالت در انعقاد پیمان مضاربه با سرمایه‌گذاران و دریافت وجوه و واگذاری آن به بانی است و از طرف دیگر سرمایه‌گذاران با دریافت اوراق، به واسط در دریافت سود از بانی و تقسیم آن بین



صاحبان اوراق وکالت می‌دهند. به سبب همین قرارداد مضاربه، دارندگان اوراق به بانی که حال مضارب است وکالت می‌دهند تا به حساب آنها تجارت کند و از سوی دیگر اصل سرمایه و اموالی را که از آن محل تهیه می‌شود به امانت به عامل می‌سپارند. مالک و عامل در سود حاصله نیز شریک هستند؛ به این اعتبار، مضاربه پیمانی برای شرکت است. همین‌طور با انعقاد عقد مضاربه با دارندگان اوراق، دارندگان صاحبان مشاع سرمایه خواهند شد و روابط حقوقی آنها تابع قواعد حاکم بر مال مشاع خواهد بود.

اوراق مضاربه، سند مالی قرارداد مضاربه است. هر ورق مضاربه نشان می‌دهد که صاحب سرمایه چه میزان سرمایه به وسیله وکیل خود (واسط) در اختیار عامل (صادرکننده) قرار داده و با چه نسبتی سود حاصل از فعالیت صادراتی را با هم تقسیم می‌کنند.

در اوراق مضاربه نیز سه رکن عقد مضاربه وجود دارد:

۱. نخست، سرمایه که از جانب خریداران اوراق تأمین می‌شود؛
۲. کاری که روی سرمایه به وسیله بانی که شرکت یا نهادی اقتصادی است صورت می‌گیرد؛
۳. سودی است که در نتیجه کار بانی فراهم می‌آید که بین بانی، واسط و صاحبان سرمایه تقسیم می‌شود.

## ارکان اصلی قرارداد مضاربه و احراز آنها در اوراق مضاربه

### الف) ارکان اصلی قرارداد مضاربه

#### مالک سرمایه

در عقد مضاربه، مالک سرمایه کسی است که سرمایه خویش را در اختیار دیگری به منظور انجام فعالیت تجاری قرار می‌دهد. مالک سرمایه در حقیقت عامل را در استفاده از سرمایه خویش اجازه می‌دهد و در سود حاصله به نسبت توافقی که بین وی و عامل شده است، شریک خواهد بود.

از آنجا که مالک سرمایه به انعقاد قرارداد مضاربه اقدام کرده و یکی از طرفین معامله شمرده می‌شود، باید شرایط انجام معامله مانند: بلوغ، عقل و رشد را داشته باشد.

#### مضارب

مضارب در جایگاه رکن دوم عقد مضاربه شخص حقیقی یا حقوقی است که به منظور انجام فعالیت تجاری از سرمایه مالک استفاده می‌کند. مضارب خود سرمایه ندارد، از این رو فقط کار وی استفاده از سرمایه جهت انجام فعالیت تجاری است. عامل باید در زمینه‌هایی که مالک اجازه فعالیت می‌دهد فعالیت کند. در مضارب نیز شرایط انجام معامله مانند: بلوغ، عقل و رشد ضروری است.

### سرمایه

سرمایه، وجوهی است که به وسیله مالک برای انجام فعالیت‌های تجاری در اختیار مضارب قرار می‌گیرد. ماده ۵۴۷ ق.م.مقرر می‌دارد که سرمایه باید وجه نقد باشد؛ بنابراین آنچه غیر از وجه نقد است مانند دین و منافع و حتی ماشین‌آلات و ابزارهای کار در اوراق مضاربه نمی‌تواند سرمایه قرار گیرد؛ زیرا در این صورت این پیمان تابع مضاربه نخواهد بود (کاتوزیان، ۱۳۷۲، ج ۲، ص ۱۱۴ / شهید ثانی، ۱۴۱۳، ج ۳، ص ۴۵۹).

در قرارداد مضاربه نمی‌توان مضارب را ضامن سرمایه قرار داد. قانون مدنی چنین شرطی را خلاف مقتضای مضاربه دانسته است؛ زیرا بنای مضاربه و مقتضای آن بر این است که مضارب امین سرمایه بوده و جز به تقصیر، ضامن نیست. ماده ۵۵۸ ق.م.مقرر می‌دارد: «اگر شرط شود که مضارب ضامن سرمایه خواهد بود یا خسارت‌های حاصله از تجارت متوجه مالک نخواهد شد، عقد باطل است».

البته برخی از فقیهان بر این باور هستند که شرط ضمان در عقد مضاربه خلاف مقتضای عقد مضاربه نیست؛ چنانکه مرحوم حکیم رحمه الله در مستمسک عروة الوثقی چنین نظری داشته و شرط ضمان و شرط تحمل خسارت را با مضمون مضاربه در تعارض نمی‌بیند (حکیم، ۱۴۱۶، ج ۱۲، ص ۲۷۶). گروهی دیگر از فقیهان هر چند شرط ضمان برای امین را خلاف مقتضای عقد نمی‌دانند؛ اما از این حیث که شرط ضمان برای امین «مشرع» ضمان نیست، آن را بلااثر دانسته‌اند (موسوی خویی، [بی‌تا]، ج ۴، ص ۲۲۹)؛ البته در صورتی که مالک بخواهد از زیان‌های احتمالی تجارت مصون بماند، می‌تواند بر مضارب شرط کند که به مقدار خسارت که به بار آمده از مال خود به مالک بدهد. این شرط با مقتضای نمایندگی منافات ندارد و التزامی مستقل است. ماده ۵۵۸ در قسمت پایانی خویش به این امر اشاره

دارد. در حقیقت حتی اگر قائل به عدم صحت شرط ضمان نسبت به سرمایه در عقد مضاربه باشیم می‌توان به این وسیله به نوعی شرط ضمان کرد. این روش مبتنی بر فراهم‌ساختن «شرط فعل مادی پرداخت» در ضمن عقد مضاربه است. تفاوت این شرط فعل مادی با شرط ضمان این است که شرط ضمان از نوع شرط نتیجه است در حالی که قرار دادن وجه التزام، شرط فعل است. افزون‌اینکه در شرط ضمان، پرداخت غرامت باید متناسب با میزان خسارت باشد؛ اما در شرط فعل مادی پرداخت، هماهنگی با میزان خسارت لازم نیست؛ زیرا در حقیقت مانند فعل مادی است که طرف مقابل متعهد به انجام آن است. از این رو می‌تواند این فعل مادی، پرداخت مبلغی وجه یا انجام کاری در توانایی مشروط علیه باشد. دیگر اینکه شرط فعل مادی پرداخت قائم به شخص مشروط علیه است و خود وی به تنهایی مؤظف است تا این شرط را ایفا کند و در ترکه وی وارد نمی‌شود و انجام آن بر عهده ورثه قرار نمی‌گیرد؛ بنابراین از قبیل دین شمرده می‌شود (همان، ج ۴، ص ۲۳۲). فایده پذیرش چنین شرطی برای بانی در اوراق مضاربه این است که به این

وسيله سرمایه‌گذاران به واگذاری سرمایه خود به چنین شخصی تشویق شده و وی می‌تواند از این راه، شهرت و جاهتی در امور تجارتي برای خویش کسب کند. با این شرط دارندگان اوراق می‌توانند از خسارات و ضررهای ناشی از تجارت در امان باشند.

سخن پیش‌گفته براساس برخی آرای فقیهان معاصر است. سیدمحمدکاظم طباطبایی یزدی<sup>۱</sup> درباره ایجاد شرط فعل مادی پرداخت یا همان وجه التزام بیان می‌دارد: «إشترط علیه أداء مقدار مخصوص من ماله علی تقدیر التلف أو التعیب، لا بعنوان الضمان» (طباطبایی یزدی، ۱۴۱۹، ج ۵، ص ۶۲).

آیت‌الله خوئی<sup>۲</sup> نیز درباره بحث اجاره همین سخن را بیان کرده و می‌گوید: «أی علی سبیل شرط الفعل الرجوع إلى اشتراط الموجر علی المستأجر ان یدفع مقدارا معینا من المال علی تقدیر تلف العین من غیر أن تشتغل ذمته بشیء، بل علی ان یکون هذا الدفع تکلیفا محضا کسائر الافعال الخارجیه» (موسوی خوئی، [بی‌تا]، ج ۴، ص ۲۳۱).

با این وجود، نظر دیگر باور دارد که راه فرار از عدم جواز ضامن قراردادن عامل، در آرای قدما و فقیهان میانه نبوده است. از روایت امیر مؤمنان علی<sup>۳</sup> که می‌فرماید: «مَنْ أَتَجَرَ

مَالًا وَ اشْتَرَطَ نِصْفَ الرِّبْحِ فَلَيْسَ عَلَيْهِ ضَمَانٌ وَقَالَ مَنْ ضَمَّنَ تَاجِرًا فَلَيْسَ لَهُ إِلَّا رَأْسُ مَالِهِ وَ لَيْسَ لَهُ مِنَ الرِّبْحِ شَيْءٌ» (کلینی، ۱۴۰۷، ج ۵، ص ۲۴۰).

کسی که عامل را ضامن سرمایه مضاربه قرار دهد جز اصل سرمایه حق وی نیست؛ بنابراین شارع مقدس نظر مثبتی به تضمین سرمایه از سوی عامل ندارد. در این نظر چه بسا حکمتی نهفته است که با شرط تحمیل خسارت به عامل از راه دیگر آن حکمت مورد غفلت قرار گرفته است.

در اوراق مضاربه شخص ثالثی در جایگاه ضامن نیز دخالت دارد؛ اما این ضامن فقط نسبت به سودهای قابل پرداخت به دارندگان اوراق مضاربه از بانی ضمانت می‌کند و اصل سرمایه مورد ضمانت ضامن نیست و حتی اگر فرض کنیم که ضامن از اصل سرمایه نیز ضمانت می‌کند ضمانت ضامن زمانی برقرار می‌شود که مضمون عنه یعنی بانی نسبت به اصل سرمایه ضامن شده یا نسبت به مضمون له مدیون شود. افزون بر آن اینکه ضمانت ثالث از اصل سرمایه به تبع شرط ضمانت علیه بانی مانند حالتی که این شرط به تنهایی علیه خود بانی باشد صحیح نخواهد بود و باید آن را بر خلاف مقتضای عقد مضاربه تصور کرد؛ اما زمانی که وجه التزام در قرارداد برقرار شود دین بانی نسبت به این وجه التزام بعد قانونی پیدا کرده و به تبع ضمانت ضامن از این دین نیز صحیح و موافق قاعده‌های فقهی و حقوقی خواهد بود.

### سود قرارداد مضاربه

به سبب قانون مدنی، عامل باید در سود معامله، بر طبق پیمان مضاربه یا به نسبتی که عرف معین می‌کند شریک شود (ماده ۵۴۹ ق.م). با این حساب پس از پایان قرارداد مضاربه، مضارب باید براساس نسبتی که در عقد مشخص شده و اگر مشخص نشده به نسبتی که عرف معین می‌کند سود را به خویش تخصیص دهد و مابقی آن را به همراه اصل سرمایه در اختیار صاحب سرمایه قرار دهد.

به لحاظ تقسیم سود حاصل از تجارت عامل، ماده ۵۴۸ ق.م مقرر می‌دارد که حصه هر یک از مالک و مضارب در منافع باید جزو مشاع از کل از قبیل ربع یا ثلث و غیره باشد. اگر سود صاحب سرمایه یا مضارب به صورت مبلغی معین قرار داده شود، پیمانی که بسته

شده تابع قاعده‌های مضاربه نخواهد بود. افزون بر آن اینکه سود باید به صورت مشاع باشد؛ یعنی سود باید به مالک و مضارب تعلق گیرد (کاتوزیان، ۱۳۷۲، ج ۲، ص ۱۱۹).

### **ب) احراز ارکان اصلی قرارداد مضاربه در انواع اوراق مضاربه**

قرارداد مضاربه مانند هر قرارداد دیگر از ارکان اصلی تشکیل می‌شود. این ارکان شامل مالک سرمایه، مضارب، سرمایه و سود ناشی از سرمایه است. اوراق مضاربه به عنوان ابزار تأمین مالی که بر مبنای عقد مضاربه شکل گرفته است، باید حاوی این ارکان باشد. همان‌طور که گفته شد اوراق مضاربه از انواع سه‌گانه‌ای تشکیل شده که هر یک از این انواع از بُعد ارکان قرارداد مضاربه نزدیکی فراوانی به هم دارند.

#### **اوراق مضاربه خاص**

در اوراق مضاربه خاص صادرکننده، مجوز خرید و صادرات کالا یا کالاهای خاصی را دریافت می‌کند و برای تأمین سرمایه مورد نیاز به وسیله نهاد واسط به انتشار اوراق مضاربه اقدام می‌کند. در این اوراق، دارندگان اوراق مالک سرمایه، بانی مضارب یا عامل، وجوه جمع‌آوری شده حاصل از فروش اوراق مضاربه سرمایه، و منافی که در اثر کار بانی فراهم می‌آید سود اوراق یا همان سود قرارداد مضاربه را تشکیل خواهد داد.

#### **اوراق مضاربه عام با سررسید معین**

اوراق مضاربه عام با سررسید معین زمانی مطرح می‌شود که شرکت صادراتی در زمینه تخصصی مشغول صادرات و تجارت است و کارش محدود به زمان مشخصی نیست. از این رو شرکت برای تأمین مالی خویش در جایگاه بانی اوراق مضاربه قرار گرفته و اوراق مضاربه‌ای را به به وسیله واسط منتشر می‌کند که سررسید معین به‌طور مثال پنج‌ساله دارد و سود آن در دوره‌های معین پرداخت می‌شود و سرمایه در پایان سررسید تعیین شده به صاحبان اوراق باز خواهد گشت.

تعیین ارکان عقد مضاربه در این نوع نیز به همان طریق نوع پیش بوده و می‌توان دارندگان اوراق را مالکان سرمایه و بانی را مضارب و سرمایه را وجوه حاصل از خرید اوراق و سود را مبالغ پرداختی در دوره‌های تعیین شده دانست که در اثر کار بانی فراهم می‌آید. شایان ذکر است که سود در دوره‌های تعیین شده معین نیست زیرا اوراق مضاربه در

گروه اوراق بهاداری جای می‌گیرد که انتفاعی بوده و بازدهی آنها انتظاری است و براساس میزان سودی که در تجارت مضارب حاصل می‌شود، متغیر خواهد بود.

### اوراق مضاربه عام بدون سررسید معین

در اوراق مضاربه عام بدون سررسید معین بانک یا مؤسسه مالی تخصصی، اوراق مضاربه با دوره‌های پرداخت سود معین منتشر می‌کند و وجوه حاصل از آن را در اختیار مشتریان بزرگ قرار می‌دهد تا به فعالیت صادراتی بپردازند. در حقیقت بانی این اوراق نقش تجهیزکننده سرمایه صادرکنندگان را بازی می‌کند. بانی در پایان هر دوره مالی سود حاصل از فعالیت را پس از کسر سهم شرکت صادرکننده میان صاحبان اوراق توزیع می‌کند. این وضعیت تا پایان فعالیت شرکت صادراتی ادامه می‌یابد.

مالک سرمایه در این نوع، دارندگان اوراق هستند. سرمایه همان وجوه حاصل از فروش اوراق بوده و سود منافی است که از به‌کارگیری وجوه پیش‌گفته فراهم می‌آید؛ اما در این نوع اوراق تعیین مضارب اهمیت پیدا می‌کند؛ زیرا در حقیقت بانی اوراق مضاربه، استفاده‌کننده از سرمایه نیست بلکه آن را به مشتریان خویش به منظور استفاده می‌دهد. با این وجود اگرچه بانی خود سرمایه فراهم‌آمده را به‌کار نمی‌گیرد؛ اما همان بانی، مضارب شمرده می‌شود زیرا مطابق ماده ۵۵۴ قانون مدنی مضارب نمی‌تواند بدون اجازه مالک نسبت به همان سرمایه با دیگری مضاربه کند یا آن را به غیر واگذارد. از این‌رو این ماده امکان مضاربه مجدد را با شرط اجازه مالک سرمایه بر قرار دانسته است. در این نوع اوراق مضاربه چون از ابتدا هدف بانی مضاربه مجدد است، این اجازه در ضمن واگذاری اوراق از مالکان سرمایه دریافت می‌شود.

### بررسی احکام و آثار اصلی قرارداد مضاربه در اوراق مضاربه

#### جواز پیمان مضاربه

مضاربه، عقد جایز است و ماده ۵۵۰ قانون مدنی نیز بر این امر تصریح دارد؛ اما پرسش اصلی اینجا است که آیا این جواز می‌تواند با توافق طرفین تبدیل به لزوم شود یا خیر؟ درباره این پرسش، پاسخ‌ها متفاوت است. گروهی باور دارند که هرگاه در ضمن عقد مضاربه شرط شود که تا فلان وقت مضاربه را فسخ نکنند، اقوی وجوب وفای به شرط و

عدم جواز فسخ آن پیش از آن وقت است؛ هر چند برخی از عالمان این شرط را به سبب آنکه منافی مقتضای عقد است، باطل می‌دانند؛ بلکه عقد را نیز باطل می‌دانند (شهید ثانی، ۱۴۱۳، ج ۲، ص ۲۸۱). بر مبنای فقهی مشهور شرط در ضمن عقد جایز تا زمانی که عقد باقی است لازم‌الوفا است؛ اما می‌توانند عقد جایز را به هم بزنند که دیگر محلی برای شرط نماند و اگر در ضمن عقد لازم دیگر، شرط عدم فسخ مضاربه را کنند شرط بدون اشکال لازم‌الوفا است (قمی، ۱۴۲۳، ج ۲، ص ۳۵۵).

گروهی باور دارند که در باب وکالت، عقد جایز را می‌توان به عنوان شرط ضمن عقد لازم، لازم کرد (ماده ۶۷۹ قانون مدنی). در باب مضاربه نیز مسئله به همین منوال است؛ بنابراین شرط صحیح بوده و عقد مضاربه لازم خواهد شد (طاهری، ۱۴۱۸، ج ۴، ص ۲۷۰). برخی دیگر از حقوقدانان باور دارند که راهی دیگر افزون بر زوال حق فسخ طرفین در عقود جایز به صورت گنجاندن اراده ضمن عقود لازم هم است. این روش به این صورت است که بر طبق اصل حاکمیت اراده و آزادی قراردادها که در ماده ۱۰ قانون مدنی منعکس شده است، می‌توان به صورت مستقل پیمانی مبنی بر عدم فسخ عقد مضاربه برای مدت معین منعقد کرد (کاتوزیان، ۱۳۷۲، ج ۲، ص ۱۲۶).

با توجه به آنچه گفته شد می‌توان برای لزوم عقد مضاربه در فرایند انتشار اوراق مضاربه دو راه را پیشنهاد کرد. نخست اینکه، زمانی که عقد مضاربه با انتقال‌گیرندگان اوراق منعقد می‌شود، پیمان مستقلی مبنی بر اینکه طرفین حق ندارند تا مدت معینی عقد مضاربه را فسخ کنند، نیز بسته شود. این پیمان مطابق ماده ۱۰ قانون مدنی لازم‌الوفا بوده و تا مدت ذکر شده در قرارداد، امکان رجوع طرفین از قرارداد را منع می‌کند. دیگر اینکه در ضمن عقد وکالتی باشد که به صورت دوجانبه بین بانی و واسط و از آن طرف بین دارندگان اوراق و واسط منعقد می‌شود و تا زمانی که این وکالت باقی باشد، طرفین عقد مضاربه باید به شرط ضمن این عقد جایز پایبند بوده و حق فسخ عقد مضاربه را ندارند؛ زیرا عمل به شرط ضمن عقد جایز نیز تا زمانی که اصل عقد پا بر جا باشد لازم است.

در اوراق مضاربه عام با سررسید که بانی برای انجام طرح‌های تجاری خویش نیاز به مدت زمانی معین دارد که در این مدت زمان، مالک سرمایه نتواند سرمایه خویش را از

دست بانی خارج کند، جلوگیری از فعل مالک سرمایه در فسخ عقد مضاربه، می‌تواند با روش‌های پیش‌گفته انجام پذیرد (همان، ج ۲، ص ۱۲۸).

### تعیین نوع تجارت

در پیمانی که تحت عنوان مضاربه بین بانی و دارندگان اوراق مضاربه منعقد می‌شود، ممکن است نوع تجارتی که منظور طرفین است معین شود. چنانکه ماده ۵۵۳ ق.م در این باره مقرر می‌دارد: «در صورتی که مضاربه مطلق باشد؛ یعنی تجارت خاصی شرط نشده باشد، عامل می‌تواند هر قسم تجارتی را صلاح بداند انجام دهد؛ اما در طرز تجارت باید متعارف را رعایت کند».

پس اگر نوع اوراق مضاربه، اوراق مضاربه خاص باشد که در حقیقت به تجارتی خاص اختصاص دارد مضارب (بانی) باید همان تجارت را انجام دهد؛ اما در صورتی که اوراق مضاربه عام باشد نوع تجارت به اختیار بانی است. در صورتی که در ضمن عقد مضاربه تجارتی خاص شرط شود در صورتی که عامل به تجارتی غیر از تجارت شرط شده اقدام کند، خلاف آنچه شرط شده عمل کرده و نه تنها دارنده اوراق می‌تواند این مضاربه را فسخ کند، بانی مسئول هرگونه خسارتی خواهد بود که در نتیجه نقض شرط فراهم آمده باشد.

### انعقاد مضاربه مجدد

بانی نمی‌تواند با سرمایه‌ای که از خریداران اوراق دریافت کرده مضاربه مجددی صورت دهد؛ زیرا مضاربه عقدی است مبتنی بر اذن مالک برای انجام تجارتی که موردنظر وی است. شخصیت عامل چنان در چگونگی انجام کار و پدید آوردن اعتماد مالکان سرمایه موثر است که می‌توان گفت اذن برای عامل وابسته به شخصیت وی است. به همین لحاظ قانون مدنی در ماده ۵۵۴ ق.م مقرر می‌دارد که مضارب نمی‌تواند بدون اجازه مالک نسبت به همان سرمایه با دیگری مضاربه کند یا آن را به غیر واگذارد. حتی در صورتی که عامل مجاز باشد عقد مضاربه دوم به‌طور کامل بی‌ربط با عقد مضاربه نخست باید بسته شود و عقد مضاربه دوم عقدی مستقل شمرده می‌شود که از حیث سود و ضرر به‌طور کامل مستقل خواهد بود.



مضاربه مجدد سرمایه از سوی بانی در اوراق مضاربه عام بدون سررسید به چشم می‌خورد. در این نوع اوراق، ناشر می‌تواند به جای تصدی مستقیم فعالیت صادراتی، نقش مؤسسه تجهیز سرمایه برای شرکت‌های صادراتی را ایفا کند. وجوه حاصل از واگذاری اوراق مضاربه را براساس قراردادهای مضاربه در اختیار شرکت‌های صادراتی بگذارد و در سود فعالیت با آنها شریک شود. همان‌طور که گفته شد مضاربه مجدد سرمایه باید با اجازه مالک صورت گیرد و در اوراق مضاربه‌ای که به این منظور منتشر می‌شود، این امر قید شود و افزون بر این قرارداد، مضاربه دوم هیچ ارتباطی با قرارداد مضاربه نخست از حیث ضرر و تقسیم سود نخواهد داشت.

### انحلال اوراق مضاربه

مضاربه، عقد جایز اذنی است که به واسطه شرایطی که قانونگذار در ماده ۵۵۱ قانون مدنی گفته است منحل می‌شود:

۱۶۳

#### ۱. در صورت فوت یا جنون یا سفه یکی از طرفین

این مورد در اوراق مضاربه مصداق عملی ندارد چرا که تعداد سرمایه‌گذاران فراوان بوده و به‌صورت مشاع مالک سرمایه هستند؛ اما در هر صورت، زمانی که فوت یا جنون نسبت به یکی از دارندگان اوراق مضاربه رخ دهد به واسطه اینکه قرارداد منعقد شده میان بانی و دارنده پیش‌گفته جایز بوده و حتی در صورت شرط لزوم هم با وقوع فوت یا جنون باقی نمی‌ماند؛ بنابراین درباره متوفی یا محجور این قرارداد منحل خواهد شد؛ اما مالکان جدید اوراق یعنی ورثه می‌توانند به انعقاد مجدد مضاربه رضایت دهند. با توجه به اینکه صدور این رضایت امر شخصی و سلیقه‌ای شده و منافع دیگر دارندگان اوراق و بانی را به خطر می‌اندازد بهتر است راهکاری دیگر ارائه شود. روش پیشنهادی این است که مالکیت بر اوراق را مساوی با رضایت بر ادامه مضاربه بانی دانسته و رضایت صریح مالکین را شرط ندانیم. به این روش مالک جدید اوراق از راه‌های قهری و اختیاری مالک شده باشد فرض بر این خواهد بود که وی بر ادامه مضاربه رضایت دارد و در صورتی که قصد ادامه مضاربه نداشته باشد می‌تواند با انتقال اوراق در بازار ثانوی به وجوه حاصل از فروش اوراق دست

یافته و از آن بهره گیرد. روش دیگر این است که نهاد واسط نقش وصی را نسبت به اوراق مضاربه ایفا کرده و پس از مرگ دارنده اوراق، اداره اوراق مضاربه وی و پرداخت سود آن به وارثان را بر عهده گیرد. این امر راهکار حمایتی در جهت حمایت از حقوق اکثریت است. درباره محجور، نهاد واسط پس از محجور شدن دارنده اوراق مضاربه، مالک اوراق تلقی شده و محجور را محق استفاده از منافع حاصل از فروش اوراق به نهاد واسط بدانیم. طرف دیگر قرارداد مضاربه در اوراق مضاربه یعنی بانی شخصیت حقوقی داشته که چنین عوارضی درباره وی قابل عروض نیست؛ اما در صورتی که انحلال و ورشکستگی درباره شرکت را به منزله موت برای اشخاص حقیقی بشماریم، این امر می تواند در انحلال اوراق مضاربه موثر باشد؛ زیرا دیگر عامل به عنوان استفاده کننده از سرمایه قادر به ایفای مسئولیت خویش نخواهد بود.

## ۲. در صورت تلف شدن تمام سرمایه و سود

در صورتی که تمام سرمایه و سود تلف شود؛ به طور مثال در اثر حادثه ای قهری بسوزد یا از بین برود به طوری که مضاربه دیگر موضوعی نداشته باشد عقد مضاربه نیز منتفی خواهد بود. این مورد درباره اوراق مضاربه نیز مصداق پیدا می کند. چنانکه مبلغ سرمایه جمع آوری شده در اثر حادثه ای قهری پیش از رسیدن یا پس از رسیدن به دست بانی تلف شود.

## ۳. در صورت مفلس شدن مالک

می توان عنوان مفلس را در حقوق کنونی بر ورشکستگی حمل کرد. به نظر می رسد در صورتی که صاحب اوراق مضاربه، شرکت تجاری یا تاجر باشد و این تاجر یا شرکت تجاری ورشکسته شود نسبت به این مالک سرمایه، اوراق مضاربه باطل خواهد شد و سرمایه باید به وی مسترد شود چرا که در این صورت بحث از حقوق طلبکاران مالک سرمایه مطرح خواهد بود؛ اما ورشکستگی یکی از صاحبان اوراق باعث از بین رفتن عقد مضاربه موجود بین بانی و دیگر صاحبان اوراق نخواهد شد و همچنان عقدهای دیگر پا بر جا خواهد ماند. در حقیقت می توان گفت واسط هنگام واگذاری اوراق در ابتدا با هر کدام از خریداران، عقد مضاربه جداگانه ای که طرف دیگر تمام آن عقود، بانی است، منعقد

می‌کند و به همین لحاظ عقدهای دیگر لطمه‌ای نمی‌خورد. در این صورت هم مانند حجر می‌توان انتقال اوراق به نهاد واسط را پیشنهاد کرد.

قانونگذار در این ماده فقط از مفلس شدن مالک سرمایه بحث کرده و از ورشکستگی عامل چیزی مطرح نکرده است؛ اما به نظر می‌رسد که در فرایند انتشار اوراق مضاربه در صورتی که عامل نیز ورشکست شود، عقد مضاربه با آن عامل را باید منحل شده تصور کرد؛ زیرا با صدور حکم ورشکستگی بانی، وی از انجام اعمال حقوقی به سبب قانون منع می‌شود و اعمال حقوقی وی نفوذ قانونی ندارد. بر فرض چنین حالتی چگونه بانی می‌تواند به تجارت و معامله بپردازد در حالی که به لحاظ قانونی بر این معامله‌ها اثری بار نیست.

#### ۴. عدم امکان تجارت موردنظر

۱۶۵ مصداق بارز این مورد را می‌توان درباره حالتی دانست که قانونی، تجارت خاص را ممنوع سازد که بانی درباره همان تجارت اوراق مضاربه خاص منتشر کرده است. در این صورت اگر نوع اوراق مضاربه خاص باشد بانی نمی‌تواند به تجارتي دیگر اقدام کند و در نتیجه عقد مضاربه، که مبنای اوراق مضاربه است به لحاظ فقدان موضوع منفسخ می‌شود و سرمایه باید به مالکان آن مسترد شود.

انحلال مضاربه، خواه در اثر فسخ یا انفساخ باشد، در گذشته اثر ندارد و ناظر به آینده است؛ بنابراین اگر تا زمان انحلال، سودی به دست آمده باشد بر مبنای قرارداد طرفین تقسیم می‌شود. از سویی دیگر چون فسخ عقد حق هر یک از طرفین است، اقدام به آن هیچ مسئولیتی به بار نمی‌آورد؛ زیرا هدف در مضاربه کسب سود است و تجارت مقدمه آن شمرده می‌شود و به طور مستقل اجری ندارد. در صورتی که احتمال به دست آمدن سود، در صورتی که عامل به کار خود ادامه می‌داد و مضاربه فسخ نمی‌شد، چندان قوی باشد که بتوان گفت ظن قوی به تحصیل سود می‌رود و در صورتی که مالک از اختیار خود در فسخ مضاربه «سوء استفاده» کند، الزام مالک به دادن اجرت‌المثل به عامل قابل توجیه است (کاتوزیان، ۱۳۷۲، ج ۲، صص ۱۳۸، ۱۳۹ و ۱۴۱)؛ بنابراین اگر صاحب اوراق بی‌جهت سرمایه خود را از گردش تجاری که بانی مشغول آن است خارج کند اگرچه مستحق

سودی است که تا آن زمان حاصل شده است؛ اما باید به بانی اجرت‌المثل نیز بپردازد و این امر خود ضمانت اجرای خوبی برای جلوگیری از فسخ بی‌مورد مضاربه است.

## روابط حقوقی میان عناصر اصلی اوراق مضاربه

### أ) رابطه بانی و واسط

بانی واسط (SPV) را در انعقاد عقد مضاربه و گرفتن وجوه و رساندن آن به بانی، وکیل خویش قرار می‌دهد. واسط در جایگاه وکیل سرمایه‌گذاران در وصول سود از بانی و تقسیم آن بین سرمایه‌گذاران نیز عمل می‌کند. بر این اساس می‌توان گفت واسط یک وکالت دو جانبه صورت می‌دهد.

در این روابط واسط تمام اختیاراتی که به سبب وکالت‌نامه به وی اجازه داده شده است را دارد و مقدمات و لوازمی که برای انجام این اختیارات موردنظر است نیز توانایی انجام آن را خواهد داشت. در این باره ماده ۶۷۱ قانون مدنی بیان می‌دارد که وکالت در هر امر مستلزم وکالت در لوازم و مقدمات آن نیز است؛ مگر اینکه تصریح به عدم وکالت باشد. به این معنا که زمانی که بانی وی را وکیل خود در دریافت وجوه و انتقال آن به خویش می‌کند با این اختیار، اختیارهای دیگر از جمله اختیار طرح دعوا برای وصول این وجوه نیز برای وی فراهم خواهد آمد؛ زیرا بانی در این امر به وی وکالت مطلق داده است. از طرف دیگر، زمانی که واسط وکالت سرمایه‌گذاران در دریافت سود و تقسیم آن بین دارندگان اوراق را قبول می‌کند، حوزه اختیارات وی در دریافت سود و انتقال آن به سرمایه‌گذار به تناسب وکالت اولیه گسترش می‌یابد؛ یعنی اگر بانی در پرداخت سود تعلل ورزید وکیل به نمایندگی از دارندگان اوراق حق طرح دعوا علیه بانی را خواهد داشت.

همان‌طور که گفته شد رابطه بانی با واسط بر مبنای عقد وکالت استوار است و واسط در جایگاه وکیل بانی در انعقاد قرارداد مضاربه با سرمایه‌گذاران به سبب انتقال اوراق و جمع‌آوری وجوه و تحویل آن به بانی عمل می‌کند. اگر بانی در هر یک از این مرحله‌ها نقض تعهد کند باید با وی طبق مقررات وکالت رفتار شود. وکیل اصولاً مسئول اقدام‌های خود در حدود متعارف و با رعایت غبطه و مصلحت برای موکل نیست؛ بلکه زمانی که

وکیل نسبت به انجام تعهدات خویش کوتاهی کند یا در آنچه به وی سپرده شده است تعلل ورزد به طوری که عرفاً نسبت به اعمال خویش مقصر شناخته شود مسئول خواهد بود و باید در جهت جبران زیان و خسارت اقدام کند.

### ب) رابطه بانی با سرمایه گذاران

بانی در اوراق مضاربه شخصی است که به سرمایه ناشی از اوراق مضاربه نیاز دارد و برای همین منظور اوراق را منتشر می کند. بانی با انتشار اوراق مضاربه رابطه مضارب با دارندگان اوراق که مالکان سرمایه هستند برقرار می کند و این امر باعث می شود عقد مضاربه بین بانی و دارندگان اوراق با وساطت نهاد واسط منعقد شود.

مضارب باید درباره تجارتی مشخص به فعالیت پردازد و این امر از سوی بانی در مرحله واگذاری اوراق به دارندگان پیشنهاد شده و مورد توافق بانی و سرمایه گذاران قرار می گیرد. در صورتی که زمینه فعالیت ذکر نشود بانی می تواند هر قسم تجارتی را که صلاح بداند بکند؛ اما در طرز تجارت باید متعارف را رعایت کند (ماده ۵۵۳ قانون مدنی).

### ج) رابطه واسط با سرمایه گذاران

رابطه نهاد واسط با سرمایه گذاران بر مبنای عقد وکالت تعریف می شود. در حقیقت دارندگان اوراق در ضمن خرید اوراق و انعقاد قرارداد مضاربه نهاد واسط را در امر جمع آوری وجوه و رسانیدن آن به بانی جهت انجام فعالیت های تجاری و دریافت سود از بانی و توزیع آن بین دارندگان، وکیل خویش می کنند.

در این باره تمام وظیفه های وکیل بر عهده نهاد واسط قرار گرفته و اداره امور اوراق مضاربه به نمایندگی از دارندگان اوراق با نهاد واسط است و وی تمام اختیارات لازم در جهت اداره اوراق را خواهد داشت؛ البته نهاد واسط در برابر انجام این اقدام ها مبلغی از سود تحت عنوان حق الوکاله را دریافت خواهد کرد و پس از کسر این مبلغ مابقی را به دارندگان اوراق خواهد پرداخت.

نهاد واسط در رابطه بین دارندگان اوراق و بانی، وکالت دوجانبه را تجربه می کند که از جهت طرح دعاوی و اختلاف های میان بانی و سرمایه گذاران بهتر است اصیل شناخته شود

زیرا سرمایه‌گذاران وی را می‌شناسند و امکان دسترسی به بانی برایشان فراهم نیست و از طرف دیگر بانی در صورت طرح دعوا علیه سرمایه‌گذاران با تعداد فراوانی از افراد روبه‌رو است که امکان اقامه دعوا برای وی را مشکل است.

#### **د) رابطه شرکت تأمین سرمایه و واسط**

رابطه بین واسط و شرکت تأمین سرمایه نیز مبتنی بر وکالت است، در حقیقت واسط امر فروش اوراق بهادار را به شرکت تأمین سرمایه توکیل می‌کند. این امر در صورتی ممکن است که بانی حق توکیل را به واسط واگذارده باشد؛ اما در صورتی که شرکت تأمین سرمایه تمام اوراق را خود دریافت و سپس به سرمایه‌گذاران منتقل کند. اینجا یک واسط دیگر اضافه می‌شود و در حقیقت همان رابطه‌ای که واسط با سرمایه‌گذاران یعنی دارندگان اوراق داشته است با شرکت تأمین سرمایه پیدا می‌کند.

#### **ه) نقش شرکت رتبه‌بندی اعتبار در فرایند انتشار اوراق مضاربه**

شرکت رتبه‌بندی اعتبار در فرایند انتشار اوراق مضاربه، نهادی است که امیدنامه بانی را تأیید می‌کند. این امر به منزله این است که بانی، شرایط لازم را برای انتشار اوراق از دید این نهاد دارد. از این رو عدم تأیید امیدنامه که به صورتی تأیید صلاحیت از سوی شرکت رتبه‌بندی اعتبار شمرده می‌شود امکان انتشار اوراق را از بانی سلب می‌کند و بدون داشتن امیدنامه پیش‌گفته بانی به انتشار اوراق به لحاظ قانونی قادر نیست. به نظر می‌رسد نداشتن تأییدنامه، بانی را در انجام تمام امور خویش مسئول قرار می‌دهد؛ یعنی بانی در صورت اقدام به انتشار اوراق، مسئول هرگونه خسارتی خواهد بود که به افراد ذی‌نفع وارد می‌آید.

#### **و) نقش امین در فرایند انتشار اوراق مضاربه**

مؤسسه امین به وسیله واسط و با موافقت سازمان بورس و اوراق بهادار انتخاب می‌شود. امین شخص حقوقی است که حافظ منافع سرمایه‌گذاران (صاحبان اوراق) است و وظیفه بررسی وثیقه‌ها و ضمانت‌های لازم جهت انتشار اوراق را بر عهده داشته و بر تمام فرایند اوراق مضاربه نظارت کامل دارد و تمام نقل و انتقال‌های مالی با اجازه وی صورت می‌گیرد.

مؤسسه امین زمانی که تخلفی مشاهده می‌کند به صورت طبیعی باید آن را به دارندگان اوراق اطلاع دهد زیرا نهاد امین به نمایندگی از دارندگان اوراق اقدام می‌کند. چنانکه در شرکت‌های سهامی بازرسان در صورت مشاهده تخلف مراتب را به مجمع عمومی اطلاع می‌دهند که مجمع عمومی نهادی متشکل از سهامداران است. اطلاع گزارش تخلف به دارندگان اوراق به علت گستردگی تعداد آنان و از طرف دیگر نبود ارکانی مانند مجمع عمومی در اوراق مضاربه و عدم وجود مرجع در اطلاع رسانی به دارندگان درباره تخلفات باعث می‌شود که این ایده در اوراق مضاربه قابل اجرا نباشد.

بندهای ۳، ۸ و ۹ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار ج.ا.ا به وظیفه نظارتی سازمان بورس و اوراق بهادار اشاره کرده است و سازمان را مسئول نظارت بر حسن اجرای قانون بازار اوراق بهادار و جلوگیری از وقوع تخلفات و گزارش آن به مراجع ذیصلاح در موارد معین می‌داند. به نظر می‌رسد سازمان بورس در جایگاه نهاد نظارتی کل بر دیگر نهادهای نظارتی از جمله مؤسسه امین و رتبه‌بندی اعتبار تسلط ویژه‌ای دارد و این مؤسسه‌ها را در انجام کامل وظایفشان یاری می‌کند. از این رو به نظر می‌رسد ارجاع تخلفات به سازمان بورس و اوراق بهادار در جایگاه ناظر اصلی فرایند انتشار اوراق از سوی مؤسسه امین می‌تواند بهترین راه برای حفظ حقوق دارندگان اوراق و جلوگیری از تخلفات باشد.

### بررسی آثار حقوقی انتشار اوراق مضاربه

درباره اوراق مضاربه مباحث حقوقی دیگری نیز است که در ذیل می‌آید:

#### ماهیت عمل انتشار اوراق بهادار

انتشار اوراق بهادار از جمله مواردی نیست که در ماده ۲ قانون تجارت به عنوان عمل تجاری به آن تصریح شده باشد و از این حیث عملی ذاتاً تجاری شمرده نمی‌شود؛ بلکه اگر انتشار اوراق طبق بند ۴ ماده ۳ قانون تجارت که تمام معامله‌های شرکت‌های تجاری را تجاری شمرده می‌شود، به وسیله شرکت تجاری صورت گیرد، به طور مثال شرکت واسط (SPV) شرکت سهامی باشد، انتشار اوراق بهادار یک عمل تجاری شمرده خواهد آمد و به این لحاظ احکامی که بر اعمال تجاری مترتب می‌شود بر انتشار این اوراق نیز حاکم خواهد شد.

#### امکان سنجی به وثیقه گذاشتن اوراق مضاربه

طبق ماده ۷۷۴ق.م امکان به رهن گذاشتن دین نیست و از آنجا که اسناد تجاری از نوع دین شمرده می‌شوند؛ بنابراین به وثیقه گذاشتن این اسناد نیز از این جهت ناصحیح خواهد بود؛ اما آیا این امر درباره اوراق مضاربه هم صدق می‌کند و آیا باید آنها را دین دانست و غیرقابل وثیقه یا اینکه به طریقی دیگر باید مسئله را مطرح کرد؟

پاسخ به این پرسش بستگی به این دارد که آیا سرمایه‌گذار در عقد مضاربه با انتقال وجه به عامل همچنان مالک وجه شمرده می‌شود یا داین؟

قرارداد مضاربه، عقدی است به منظور استفاده از سرمایه مالک در جهت انجام اعمال تجاری که در اختیار مضارب گذاشته می‌شود تا آن را در این راه به کار اندازد. در این عقد مالک به منظور به کارگیری این سرمایه عامل را وکیل خود قرار می‌دهد؛ به عبارت دیگر عقد مضاربه، قرارداد عهدی است نه تملیکی. با این حساب مالکیت سرمایه همچنان به سرمایه‌گذار تعلق دارد و این خود گویای این امر است که سرمایه‌گذار یعنی خریدار اوراق می‌تواند آن را به وثیقه گذارد؛ زیرا اوراق در این صورت نماینده دین شمرده نمی‌شود؛ بلکه نماینده مالکیت صاحب اوراق بر سرمایه‌ای است که وی بر آن حق عینی دارد.

### ماهیت حقوقی سازوکار واگذاری اوراق مضاربه در مرحله پذیره‌نویسی

همان‌طور که گفته شد واسط به نمایندگی از جانب بانی اوراق مضاربه را منتشر می‌کند و آن را به سرمایه‌گذاران وامی‌گذارد. سازوکار واگذاری این اوراق از لحاظ حقوقی بر مبنای چه قراردادی است؟ آیا قرارداد واگذاری اوراق به سرمایه‌گذاران بیع است یا عقدهای دیگر؟ واگذاری این اوراق را نمی‌توان بیع یا به عبارتی فروش به خریداران تعبیر کرد؛ زیرا موضوع بیع انتقال عین (ماده ۳۳۸ قانون مدنی) یا در برخی موارد واگذاری حق است (انصراری، ۱۴۱۵، ج ۳، ص ۹)؛ اما اینجا هیچ‌کدام از این دو مورد منتقل نمی‌شود. از طرف دیگر در بحث تأسیس شرکت‌های سهامی عام قانون تجارت از عبارت بیع استفاده نکرده و واگذاری سهام به سرمایه‌گذاران را با لفظ «پذیره‌نویسی» پوشش می‌دهد. با این وجود استفاده از لفظ پذیره‌نویسی ماهیت حقوقی این واگذاری را روشن نمی‌کند؛ زیرا پرسش اصلی این است که نفس پذیره‌نویسی در اوراق مضاربه بر مبنای کدام عقد و رابطه حقوقی استوار است؟



پاسخ به این پرسش این است که واگذاری اوراق در اوراق مضاربه براساس همان عقد مضاربه صورت می‌گیرد. در حقیقت واگذارکننده این اوراق قصد دارد تا از وجه جمع‌آوری شده برای انجام عملیات تجاری استفاده کند و وجه حاصله از انتقال اوراق به سرمایه‌گذاران، برای انجام عملیات تجاری به‌طور مستقیم به مضارب داده می‌شود. سازوکار این واگذاری به‌گونه‌ای است که بانی واسط را وکیل در انعقاد پیمان مضاربه می‌کند و شرایط خویش را به‌صورت یک‌جانبه در قرارداد لحاظ می‌کند. واسط به منظور انعقاد قرارداد مضاربه - که حال یک طرف آن بانی است - با افراد متعدد و استفاده از سرمایه جمع بسیاری از افراد، تصمیم به انتشار اوراق مضاربه می‌گیرد. تحویل این ورقه به گیرنده آن به منزله انعقاد قرارداد مضاربه از سوی گیرنده که حال مالک سرمایه نامیده می‌شود با بانی که از این پس مضارب است و پذیرش شرایط بانی خواهد بود.

با تحویل هر ورقه، قرارداد مضاربه‌ای با طرف گیرنده ورق منعقد خواهد شد. با این حساب سهم هر کدام در این مالکیت مشاع به‌سبب ورقه‌های مضاربه به‌طور دقیق مشخص شده است. اگر ما به انعقاد قرارداد به‌سبب انتقال هر ورقه، معتقد باشیم بحث ایجاب عام و قرارداد الحاقی نیز منتفی خواهد می‌شود و در مجموع تمام انتقال‌گیرندگان اوراق، صاحبان مشاع سرمایه مورد استفاده شرکت بانی خواهند بود.

### چگونگی انتقال اوراق مضاربه در بازار ثانوی

پس از دریافت این اوراق از سوی مالکان سرمایه و در مدتی که ارزش واقعی این اوراق نزد بانی برای انجام فعالیت‌های اقتصادی موجود است، ممکن است دارنده ورق به علت‌های گوناگونی از جمله نیاز به نقدینگی خواهان این باشد که اوراق را به افراد دیگری منتقل کند. همان‌طور که پیش از این اشاره شد دارنده اوراق مالک سرمایه شمرده می‌شود و وی می‌تواند ارزش اسمی این سرمایه را به فرد دیگری منتقل کند. برخلاف مرحله پذیره‌نویسی اوراق مضاربه که واگذاری اوراق بیع شمرده نمی‌شود، اینجا انتقال اوراق در پوشش بیع و با عنوان «بیع سهم مشاع» دارنده اوراق قابل تصور است. تعیین چنین ماهیتی برای انتقال اوراق در بازار ثانوی به این علت است که اشاعه سرمایه از سوی دارندگان اوراق مضاربه برای انجام فعالیت سودآور صورت می‌گیرد و به این وسیله شرکت مدنی تشکیل شده که فاقد شخصیت مستقل از شریکان است و رابطه شریکان با سرمایه خویش رابطه‌ای مستقیم است که حق انتقال آن را نیز در اختیار دارند. از این‌رو زمانی که اوراق مضاربه منتقل می‌شود سرمایه به

شراکت گذاشته شده منتقل می شود و به این ترتیب سهمی از مال مشاع منتقل می شود. از آنجا که شروع پروژه ای می تواند ارزش اسمی این اوراق را به علت سودده بودن پروژه بالا ببرد افرادی با هدف سود بیش تر خواهان خرید این اوراق با قیمت بیش تری هستند. از آنجا که بعد از اتمام دوره پذیرهنویسی و شروع عملیات مضاربه به طور طبیعی بخشی از سرمایه نقدی به کالاهای قابل فروش با سود تبدیل شده اند، ارزش پولی سرمایه افزایش یافته، در نتیجه صاحب اوراق حق دارد سهم سرمایه خود را به بیش از مبلغ اسمی بفروشد (موسویان، ۱۳۸۶، ص ۴۴۷). با وجود این چون اصل و سود اوراق در سررسید پرداخت می شود، دارنده اوراق که خواهان وجه نقد در حال حاضر است می تواند با تنزیل آن به مبلغ کم تری از ارزش زمان سررسید، ورقه را به دیگری منتقل کند و وجه نقد کم تری نسبت به زمان سررسید دریافت دارد. این امر از این جهت که برای این مدت زمان ارزش مالی در نظر گرفته می شود، اشکال نداشته و مطابق قاعده «للاجل قسطاً من الثمن» قابل توجیه است.

از حیث انتقال، اگر این اوراق به صورت بی نام صادر شده باشد انتقال آنها در بازار ثانوی نیز نیاز به تشریفات خاصی ندارد؛ اما در صورتی که این اوراق بانام صادر شده باشد، انتقال آنها در بازار ثانوی نیاز به تشریفاتمانند ثبت انتقال نزد سازمان بورس و اوراق بهادار یا نهادهای وابسته مانند شرکت مدیریت دارایی های مرکزی اوراق بهادار و تسویه وجوه را هم خواهد داشت؛ زیرا در این نوع اطلاعات و مشخصات دارنده ورق برای واسط اهمیت دارد و ثبت انتقال این ورق به دیگری نزد واسط راهی برای دستیابی به اطلاعات دارنده جدید خواهد بود. انتقال اوراق در بازار ثانوی به منزله انعقاد توافقنامه بین منتقل کننده و انتقال گیرنده مبنی بر انتقال سرمایه به مضاربه داده شده به مالک جدید است؛ بنابراین در این انتقال عقد مضاربه ای که با بانی منعقد شده خللی نمی یابد. درست مانند زمانی که ملکی در اجاره فردی است و با انتقال آن ملک به دیگری عقد اجاره تا پایان مدت اجاره پابرجا می ماند.

### جمع بندی و نتیجه گیری

عقد مضاربه به عنوان عقد مبنایی اوراق مضاربه ویژگی هایی دارد که بر فرایند انتشار آن اثر به سزایی گذاشته و اهمیت مطالعه حقوقی به منظور کارایی این اوراق را فراهم می کند. عقد مضاربه پیمانی جایز، عهدی و معوض است که به لحاظ ساختاری رابطه ای بسیط بین مضارب و مالک سرمایه نیست؛ بلکه خود از چند عقد متفاوت شامل وکالت، شرکت و

امانت تشکیل شده است. بر همین اساس در شناخت ماهیت اوراق مضاربه باید به بُعد ترکیبی بودن عقد مضاربه توجه داشت.

به اختصار ماهیت حقوقی اوراق مضاربه ماهیتی چندگانه شامل روابط حقوقی میان دارندگان اوراق، بانی و واسط است. این روابط شامل رابطه وکالت بین بانی و واسط در انعقاد پیمان مضاربه با سرمایه‌گذاران و دریافت وجوه از آنها و واگذاری آن به بانی، رابطه وکالت بین واسط و سرمایه‌گذاران مبنی بر دریافت سود حاصله از بانی و تقسیم آن بین دارندگان اوراق، رابطه وکالت بین دارندگان اوراق و بانی در به‌کارگیری سرمایه در امر تجارت و تقسیم سود حاصله، رابطه امانت بین بانی و صاحبان سرمایه در نگهداری و استفاده مناسب از سرمایه و رابطه مشارکت بین بانی و سرمایه‌گذاران در سود حاصل شده است.

بر مبنای آنچه در مقاله پیش‌رو درباره ماهیت حقوقی این اوراق، روابط حقوقی موجود در فرایند انتشار، سازوکار عمل این اوراق و تحلیل آن به لحاظ حقوقی گنجانیده شد، می‌توان گفت اوراق مضاربه از بُعد حقوقی مجموعه روابط حقوقی مبتنی بر قانون و فقه امامیه است که در مواردی جهت جبران ضعف‌های آن راهکارهایی حقوقی اندیشیده شده است. فرایند انتشار این اوراق از بُعد حقوقی فاقد نقص و سازوکار اجرایی آن از جهت روابط حقوقی فی مابین قابل تنظیم است. برای اجرایی کردن اوراق پیش‌گفته می‌توان از ضمانت اجراهای حقوقی و الزام طرفین به انجام تعهدها با به‌کارگیری قاعده‌ها و اصل‌های حقوقی بهره گرفت.

## منابع و مأخذ

۱. انصاری، مرتضی بن محمد امین؛ کتاب المکاسب؛ ج ۳، قم: کنگره جهانی بزرگداشت شیخ اعظم انصاری رحمته الله علیه، ۱۴۱۵ق.
۲. بازوکار، احسان؛ اوراق استصناع در حقوق ایران و فقه امامیه با مطالعه تطبیقی در فقه عامه؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق رحمته الله علیه، ۱۳۸۹.
۳. تسخیری، محمدعلی؛ «مبانی شرعی اوراق بهادار اسلامی»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۷، ش ۲۷، پاییز ۱۳۸۶.
۴. حکیم، سید محسن؛ مستمسک العروة الوثقی؛ ج ۱۲، قم: مؤسسه دارالتفسیر، ۱۴۱۶ق.
۵. رحیمی، سیدعلی اصغر؛ بررسی فقهی و حقوقی اوراق بهادار اجاره؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران: دانشگاه امام صادق رحمته الله علیه، ۱۳۸۹.

۶. سروش، ابوذر؛ «اوراق مشارکت رهنی ابزاری نوین در تأمین مالی بانک‌ها»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۸، ش ۲۹، بهار ۱۳۸۷.
۷. شهید ثانی، زین‌الدین بن علی عاملی؛ مسالک الافهام؛ ج ۱، قم: مؤسسه معارف اسلامی، ۱۴۱۳ق.
۸. طاهری، حبیب‌الله؛ حقوق مدنی؛ ج ۴، قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۱۸ق.
۹. طباطبایی یزدی، سیدمحمدکاظم؛ العروة الوثقی؛ ج ۵، قم: دفتر انتشارات اسلامی، ۱۴۱۹ق.
۱۰. قمی، شیخ عباس؛ الغایة التصوی فی ترجمه العروة الوثقی؛ ج ۲، قم: منشورات صبح پیروزی، ۱۴۲۳ق.
۱۱. کاتوزیان، ناصر؛ عقود معین؛ ج ۲، تهران: شرکت سهامی انتشار، ۱۳۷۲.
۱۲. کلینی، محمدبن یعقوب؛ الکافی؛ ج ۵، تهران: دارالکتب الإسلامیه، ۱۴۰۷ق.
۱۳. موسویان، سیدعباس؛ ابزارهای مالی اسلامی (صکوک)؛ تهران: پژوهشگاه فرهنگ و اندیشه اسلامی، ۱۳۸۶.
۱۴. ———، مجتبی کاوند و علی ردادی؛ «اوراق بهادار (صکوک) مضاربه ابزاری مناسب برای بخش صادرات ایران»؛ مجله جستارهای اقتصادی، ش ۱۳، ۱۳۸۹.
۱۵. موسوی خویی، سیدابوالقاسم؛ المستند فی شرح العروة الوثقی؛ ج ۴، [بی‌جا]: [بی‌نا]، [بی‌تا].
۱۶. نظریور، محمدنقی؛ «اوراق بهادار استصناع (سفارش ساخت) ابزاری برای سیاست پولی»؛ فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد اسلامی، س ۵، ش ۲۰، زمستان ۱۳۸۴.
17. Ayub, Muhammad; "Securization, Sukuk and fund management Potential to be realized by Islamic Financial Institutions"; Malaysia: The Book of **International Islamic Finance Conference**, 2007.
18. El-Quqa, Omar M, Hasan, Faisal & Rout, Bikash; **Sukuks- A new dawn of Islamic finance era...**; Global Research-GCC, Global Investment House, 2008.
19. Knight, James & Peter Symons; **Government Sterling Sukuk Issuance: a consultation**, UK: Debt Management Office, HM Treasury, 2007.
20. Merdinian, Puzant; **Overview of sukuk**; 1<sup>st</sup> East and Central Africa Conference on Islamic Finance, 2009.
21. Wilson, Rodney; **Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk**; UK: Institute for Middle Eastern and Islamic Studies, University of Durham, 2010.